

天然冰片种植基地有望再下一城

买入 维持

目标价格：32.4 元

经营数据：

公司 2013 年实现营业总收入 2.27 亿元，同比增长 117.04%；归属上市公司股东的净利润 1.39 亿元，同比增长 1743.15%，对应每股收益 0.55 元，预计 2014 年 1-3 月净利润同增 636.0-682.08%，拟 10 转 10 派 0.8。

- **传统主营产品销售向好。**2013 年，公司加大营销力度和品牌宣传，在央视二、三频道投放主导产品宣传广告，同时开展一系列终端促销活动，继续保持了主导产品双料喉风散和重感灵片的销售增长；同时，坚持多品种开发战略，加大新品推广力度，加强薄弱市场开发，有效创造了新的利润增长点，品牌形象得到提升。
- **收购金沙药业迎来业绩拐点，提升核心竞争力。**在坚持自身主营业务发展的同时，公司于 11 月份适时收购了金沙药业剩余 64.47% 股权。全资控股金沙药业后，公司产品线从咽喉感冒药拓展到骨伤中药领域；渠道上，由华南、西南零售市场打入全国各省市的医院终端，形成双赢互利局面，大大提高了公司核心竞争力和盈利能力。报告期内，2013 年营业收入同增 117.04%，毛利率同增 7.18 个百分点，销售、管理和财务费用率则分别同比下降 6.62、7.10 和 1.21 个百分点，净利润激增 1743.15 个百分点。
- **2014 年，梅片种植基地有望从 3000 亩扩产至 5000 亩。**公司将继续联合华南理工大学、暨南大学、华南农业大学等高校及科研单位，培育开发梅片树资源，有序推进高纯度天然右旋龙脑（天然冰片）规模化生产关键技术的研究；争取在原有 3000 亩种植基地的基础上，扩大种植 2000 亩梅片基地，并建设完成梅片培育基地的优良梅片树种苗培育场，进一步开展梅片提取车间的建设工作；为 2015 年新版药典收录双料喉风散质量标准 and 由公司主导制订的天然右旋龙脑质量标准做前期准备。
- **盈利预测及估值。**我们预计，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.58 元/0.75 元/1.08 元，对应 PE39.3 倍/30.6 倍/21.1 倍。梅片树的种植及有效成分提取项目已被列入广东省扬帆计划，是全省二次绿化、打造绿色 GDP 的重点项目，获得广东省各级政府及当地农户的鼎力支持，并享有减免增值税、所得税等多项优惠，潜在增值/增长空间巨大，维持“买入”评级，目标价上调至 32.4 元。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	104.47	226.74	503.37	604.05	724.86
同比增长率	21.60%	117.04%	122.00%	20.00%	20.00%
净利润(百万)	7.57	139.49	147.90	189.67	274.90
同比增长率	-62.61%	1743.15%	6.03%	28.24%	44.94%
每股收益(元)	0.030	0.550	0.583	0.747	1.083
净资产收益率	2.72%	17.23%	15.45%	16.53%	19.33%

中小市值公司研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

新财富 2013 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

周蓉姿(S1180050120006)

电话：010-88085982

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《发力“中国好冰片”，请点赞》
2014.02.17
- 《中小市值周报 20140217：教育信息化——教育发展的新坐标》
2014/02/17
- 《中小市值周报 20140121：新股限制首日炒作，利好中小盘股》
2014/01/21
- 《中小市值周报 20140105：承载一年收获，买点年货过年》
2014/01/05
2013/12/29

一、我们的核心观点

广东华清园生物科技有限公司是专门从事梅片树植物栽培，从中提取天然右旋龙脑（天然冰片）并拓展其高效生物医学应用的高科技股份制企业，2014 年 1 月 2 日起，嘉应制药正式持有该公司 45% 的股权。

我们看好此次投资，同时认为该项目是嘉应制药目前最大的投资亮点，理由如下：

（1）受困于资源稀缺，我国及海外天然冰片严重供不应求，替代进口以及返销出口空间巨大；（2）公司有望成为天然冰片生产的国标制定者及行业领导者；（3）全资控股金沙药业是业绩拐点，天然冰片的规模化出产是增速及估值亮点；（4）种植梅片树绿色 GDP、美丽梅州兼具，已获得广东各级政府和当地农户的鼎力支持；（5）部分自产天然冰片用来打造金牌双料喉风散，从而激活公司传统主导产品的高值性和成长性。

二、年报点评

1. 传统主营产品销售向好。2013 年，公司加大营销力度和品牌宣传，在央视二、三频道投放主导产品宣传广告，同时开展一系列终端促销活动，继续保持了主导产品双料喉风散和重感灵片的销售增长；同时，坚持多品种开发战略，加大新品推广力度，加强薄弱市场开发，有效创造了新的利润增长点，品牌形象得到提升。

图 1 公司独家生产的双料喉风散



资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 2 公司自行研发的重感灵片



资料来源：公司公开资料，宏源证券

2. 收购金沙药业迎来业绩拐点，提升核心竞争力。在坚持自身主营业务发展的同时，公司于 11 月份适时收购了金沙药业剩余 64.47% 股权。全资控股金沙药业后，公司产品线从咽喉感冒药拓展到骨折中药领域；渠道上，由华南、西南零售市场打入全国各省市的医院终端，形成双赢互利局面，大大提高了公司核心竞争力和盈利能力。报告期内，2013 年营业收入同增 117.04%，毛利率同增 7.18 个百分点，销售、管理和财务费用率则分别同比下降 6.62、7.10 和 1.21 个百分点，净利润激增 1743.15 个百分点。

3. 2014 年, 梅片种植基地有望从 3000 亩扩产至 5000 亩。公司将继续联合华南理工大学、暨南大学、华南农业大学等高校及科研单位, 培育开发梅片树资源, 有序推进高纯度天然右旋龙脑 (天然冰片) 规模化生产关键技术的研究; 争取在原有 3000 亩种植基地的基础上, 扩大种植 2000 亩梅片基地, 并建设完成梅片培育基地的优良梅片树种苗培育场, 进一步开展梅片提取车间的建设工作; 为 2015 年新版药典收录双料喉风散质量标准 and 由公司主导制订的天然右旋龙脑质量标准做前期准备。

图 3 广东华清园天然右旋龙脑产业链



资料来源: 广东华清园公开资料, 宏源证券

图 4 广东华清园炼苗苗圃 A



资料来源: 宏源证券

图 5 广东华清园炼苗苗圃 B



资料来源: 宏源证券

图 6 一期种植基地的梅片树苗



4. 盈利预测及估值。我们预计，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.54 元/0.58 元/0.75 元，对应 PE36.4 倍/34.0 倍/26.2 倍。梅片树的种植及有效成分提取项目已被列入广东省扬帆计划，是全省二次绿化、打造绿色 GDP 的重点项目，获得广东省各级政府及当地农户的鼎力支持，并享有减免增值税、所得税等多项优惠。公司后续有望大规模扩展梅片树种植基地，潜在增值/增长空间巨大，维持“买入”评级，目标价上调至 34 元。

利润表(万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	226.74	503.37	604.05	724.86
减: 营业成本	96.79	135.91	160.07	189.91
营业税金及附加	2.56	5.69	6.77	8.12
销售费用	66.68	110.74	126.85	148.60
管理费用	31.92	55.37	61.61	72.49
财务费用	1.42	1.05	0.58	0.60
资产减值损失	4.83	5.00	5.00	4.00
加: 投资收益	153.81	0.00	0.00	51.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	51.30
营业利润	176.34	189.61	243.16	352.44
加: 其他非经营损益	2.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	179.32	189.61	243.16	352.44
减: 所得税	39.83	41.72	53.50	77.54
净利润	139.49	147.90	189.67	274.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者净利	139.49	147.90	189.67	274.90
现金流量表				
	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	19.53	159.64	124.38	280.63
投资性现金净流量	33.74	-10.00	-10.00	-10.00
筹资性现金净流量	-19.60	-13.85	4.42	8.90
现金流量净额	33.66	135.79	118.80	279.53
收益率指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率	57.31%	73.00%	73.50%	73.80%
三费/销售收入	44.11%	33.21%	31.30%	30.58%
EBIT/销售收入	79.68%	37.44%	39.52%	47.39%
EBITDA/销售收入	86.25%	37.69%	39.90%	47.85%
销售净利率	61.52%	29.38%	31.40%	37.93%
资产获利率指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
ROE	17.23%	15.45%	16.53%	19.33%
ROA	21.02%	18.92%	20.07%	23.33%
ROIC	50.75%	17.83%	22.55%	29.85%
资本结构指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
资产负债率	5.82%	3.86%	3.55%	3.44%

资产负债表(万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1.07	136.86	255.66	535.18
应收和预付款项	159.75	192.48	207.11	243.79
存货	55.61	19.90	77.11	41.58
其他流动资产	0.16	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	200.85	204.57	207.29	210.02
无形资产和开发支出	436.24	436.24	436.24	436.24
其他非流动资产	5.99	5.99	5.99	5.99
资产总计	859.66	996.04	1189.40	1472.81
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	35.00	38.48	42.18	50.68
长期及其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	50.00	38.48	42.18	50.68
股本	253.75	253.75	253.75	253.75
资本公积	377.16	377.16	377.16	377.16
留存收益	178.74	326.64	516.31	791.21
归属母公司股东权益	809.66	957.56	1147.22	1422.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	809.66	957.56	1147.22	1422.13
负债和股东权益合计	859.66	996.04	1189.40	1472.81
每股指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.550	0.583	0.747	1.083
每股经营性现金流	0.077	0.629	0.490	1.106
增长率指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
销售收入增长率	117.0%	122.0%	20.00%	20.00%
EBIDA 增长率	741.2%	-2.98%	27.03%	43.90%
净利润增长率	1743%	6.03%	28.24%	44.94%
营运资本增长率	289.66%	-2.10%	38.65%	-2.47%
估值指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
PE	41.62	39.26	30.61	21.12
PB	7.17	6.06	5.06	4.08
EV/EBITDA	29.77	29.90	23.05	15.22

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 嘉应制药、佳都新太、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业等。

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。